

零售拓渠道，工程控风险，Q1 营收增长显著

■ 证券研究报告

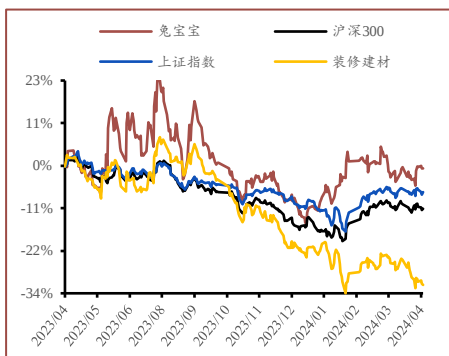
★ 投资评级:增持(维持)

基本数据

2024-04-24

收盘价(元)	9.90
流通股本(亿股)	7.30
每股净资产(元)	3.82
总股本(亿股)	8.39

最近 12 月市场表现



分析师 毕春晖

SAC 证书编号: S0160522070001

bich@ctsec.com

相关报告

- 《渠道开拓进行时，收入及业绩增速环比改善》 2023-10-27
- 《稳健经营+费用优化，Q2 业绩改善》 2023-08-30
- 《Q1 收入承压，需求释放有望支撑未来业绩》 2023-04-28

核心观点

- ❖ **事件：**2023 年营收 90.63 亿元同增 1.63%；归母净利润 6.89 亿元同增 54.66%。2024Q1 营收 14.83 亿元同增 33.37%；归母净利润 0.89 亿元同增 18.81%。
- ❖ **全屋定制高增、工程收缩，全年收入微增：**2023 年分业务看，装饰材料收入 68.56 亿元同增 3.23%，其中板材/品牌使用费/其他装饰材料收入 44.34/4.32/19.90 亿元同比-1.08%/+14.32%/+11.71%，家具厂、家装公司加速拓展。定制家居收入 21.17 亿元同降 2.77%，其中全屋定制 5.96 亿元同增 15.48%，在核心城市协同经销商对接龙头装企业务，零售推进卓有成效；裕丰汉唐收入 11.47 亿元同降 10.50%，公司主动控规模降风险，业务重点聚焦央企国企客户。
- ❖ **内部管控加强费用率下行，严控风险计提下降：**全年毛利率 18.42%同增 0.24pct。期间费用率 6.78%同降 1.72pct，内部管控加强，激励费用同降 0.69 亿元带动管理费用下降；资产及信用减值损失 2.36 亿元，减值损失率 2.60%同降 1.20pct，主要对裕丰汉唐应收账款及票据计提，截至 2023 年末裕丰汉唐应收单项计提已提 58%。归母净利率同增 2.61pct 至 7.61%。2023 年经营现金流 19.10 亿元同增 104.63%，回款效率持续增强：收现比 105.9%同增 5.5pct。
- ❖ **收入结构调整 Q1 营收增长显著，费用率下降对冲毛利率下降影响：**2024Q1 公司营收同比+33.37%，主要系 1) 装饰材料收入同增 36.1%，或系板材 A 类收入增速较快 2) 2023Q1 基数较低。毛利率 17.86%同降 4.88pct，主要系 B 类收入占比下降。期间费用率 8.64%同降 4.74pct，其中管理费用率同降 3.02pct。资产及信用减值损失率 1.49%同增 1.38pct，主要系应收账款和其他应收款减值计提增加。归母净利率同降 0.73pct 至 5.97%。
- ❖ **投资建议：**我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 7.23/9.27/10.61 亿元，同比增速 4.84%/28.24%/14.50%，对应 EPS 分别为 0.86/1.10/1.26 元/股，最新收盘价对应 2024-2026 年 PE 分别 11.49x/8.96x/7.83x，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**宏观经济下行风险；渠道开拓不及预期；行业竞争加剧。

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8917	9063	10387	11451	12518
收入增长率(%)	-5.40	1.63	14.61	10.24	9.32
归母净利润(百万元)	446	689	723	927	1061
净利润增长率(%)	-37.36	54.66	4.84	28.24	14.50
EPS(元/股)	0.59	0.84	0.86	1.10	1.26
PE	18.41	10.55	11.49	8.96	7.83
ROE(%)	18.99	21.50	20.63	23.78	24.40
PB	3.58	2.32	2.37	2.13	1.91

数据来源：wind 数据，财通证券研究所（以 2024 年 04 月 24 日收盘价计算）

❖ 兔宝宝 2023 年报及 2024 一季报点评全文

- ❖ **事件：**2023 年营收 90.63 亿元同增 1.63%；归母净利润 6.89 亿元同增 54.66%。2024Q1 营收 14.83 亿元同增 33.37%；归母净利润 0.89 亿元同增 18.81%。
- ❖ **全屋定制高增、工程收缩，全年收入微增：**2023 年公司营收微增，零售端持续推动多渠道销售策略，工程端风险控制为首要目标。全年装饰材料业务和全屋定制业务收入较去年同期均有一定增长。2023 年分业务看，装饰材料收入 68.56 亿元同增 3.23%，其中板材/品牌使用费/其他装饰材料收入 44.34/4.32/19.90 亿元同比-1.08%/+14.32%/+11.71%，公司坚持多渠道运营策略，家具厂、家装公司加速拓展。定制家居收入 21.17 亿元同降 2.77%，其中全屋定制 5.96 亿元同增 15.48%，依托强品牌力，在核心城市协同经销商对接龙头装企业务，零售业务推进卓有成效；裕丰汉唐收入 11.47 亿元同降 10.50%，公司主动控规模降风险，业务重点聚焦央企国企客户。
- ❖ **内部管控加强费用率下行，严控风险计提下降：**2023 年整体毛利率为 18.42%同增 0.24pct，其中装饰材料/定制家居分别实现毛利率 16.52%/23.77%，同比+0.64pct/-0.32pct，装饰材料毛利率提升主要系品牌授权模式占比增加，品牌使用费占总收入 4.87%，占比同增 0.52pct。期间费用率 6.78%同降 1.72pct，销售/管理/研发费用率为 3.26%/2.92%/0.77%，分别同比-0.41/-0.91/-0.03pct，公司不断加强企业内部管控，同时股权激励费用同降 0.69 亿元带动管理费用下降；资产及信用减值损失 2.36 亿元，资产及信用减值损失率 2.60%同降 1.20pct，其中信用减值损失 2.24 亿元（主要对裕丰汉唐应收账款及票据计提），截至 2023 年末裕丰汉唐应收账款单项计提已提 58%。归母净利率同增 2.61pct 至 7.61%。2023 年经营现金流 19.10 亿元同增 104.63%，风险管控收获明显，回款效率持续增强：收现比 105.9%同增 5.5pct，付现比 89.7%同降 4.4pct。
- ❖ **收入结构调整 Q1 营收增长显著，费用率下降对冲毛利率下降影响：**2024Q1 公司营收同比+33.37%，主要系 1) 装饰材料业务收入同增 36.1%，或系板材 A 类收入增速较快 2) 2023Q1 基数较低。毛利率 17.86%同降 4.88pct，主要系 B 类收入占比下降，与 2022Q1 相比毛利率略降 0.65pct。期间费用率 8.64%同降 4.74pct，其中管理费用率同降 3.02pct，内部管控成效显著。资产及信用减值损失 0.22 亿元，减值损失率 1.49%同增 1.38pct，主要系应收账款和其他应收款减值计提增加。归母净利率同降 0.73pct 至 5.97%。扣非净利润增速高于扣非前，主要系相关投资收益-0.10 亿元同减 0.13 亿元。
- ❖ **渠道多点开花，长期成长可期：**零售端，公司持续开拓小 B 渠道，并以全屋定制打造增长点。截至 2023 年公司已在全国建立了 4000 多家各体系专卖店，已与 16000 多家定制家具企业开展业务合作，率先跑马圈地，贡献收入增量。同时全屋定制广拓渠道布局门店，截至 2023 年定制家居专卖店共 782 家，

其中家居综合店 350 家、全屋定制 203 家。工程端，裕丰汉唐聚焦控规模降风险，业务健康发展。

❖ **投资建议：**我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 7.23/9.27/10.61 亿元，同比增速 4.84%/28.24%/14.50%，对应 EPS 分别为 0.86/1.10/1.26 元/股，最新收盘价对应 2024-2026 年 PE 分别 11.49x/8.96x/7.83x，维持“增持”评级。

❖ **风险提示：**宏观经济下行风险；渠道开拓不及预期；行业竞争加剧。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8917.39	9062.86	10387.25	11450.70	12517.77	成长性					
减:营业成本	7296.41	7393.63	8545.07	9385.91	10222.04	营业收入增长率	-5.4%	1.6%	14.6%	10.2%	9.3%
营业税费	34.63	43.72	46.74	51.53	56.33	营业利润增长率	-36.3%	49.7%	5.2%	28.6%	14.7%
销售费用	327.97	295.88	337.59	366.42	394.31	净利润增长率	-37.4%	54.7%	4.8%	28.2%	14.5%
管理费用	341.39	264.55	301.23	332.07	363.02	EBITDA 增长率	-9.4%	16.5%	53.6%	4.1%	11.0%
研发费用	70.94	69.51	83.10	91.61	100.14	EBIT 增长率	-12.0%	18.0%	61.2%	4.0%	11.4%
财务费用	17.79	-15.03	-13.44	-23.69	-29.81	NOPLAT 增长率	-13.9%	22.2%	60.7%	4.0%	11.4%
资产减值损失	-133.70	-12.16	-21.00	-20.72	-21.87	投资资本增长率	-8.8%	18.5%	10.1%	10.1%	12.3%
加:公允价值变动收益	6.88	-1.03	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	10.6%	34.9%	9.6%	11.5%	11.8%
投资和汇兑收益	31.39	60.66	41.55	45.80	50.07	利润率					
营业利润	601.76	900.88	947.31	1218.04	1396.73	毛利率	18.2%	18.4%	17.7%	18.0%	18.3%
加:营业外净收支	10.02	6.65	8.00	7.00	6.00	营业利润率	6.7%	9.9%	9.1%	10.6%	11.2%
利润总额	611.78	907.53	955.31	1225.04	1402.73	净利率	5.2%	7.8%	7.2%	8.3%	8.7%
减:所得税	149.52	197.06	210.17	269.51	308.60	EBITDA/营业收入	8.9%	10.3%	13.7%	13.0%	13.2%
净利润	445.77	689.42	722.79	926.87	1061.31	EBIT/营业收入	7.9%	9.2%	12.9%	12.2%	12.4%
资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	运营效率					
货币资金	693.16	2252.00	3449.36	4129.14	4760.33	固定资产周转天数	23	19	18	17	16
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	流动营业资本周转天数	-5	-45	-67	-75	-75
应收账款	1376.07	1129.69	966.44	1000.40	1216.66	流动资产周转天数	118	163	178	185	195
应收票据	61.31	40.26	46.30	49.12	55.19	应收帐款周转天数	54	50	40	36	35
预付帐款	31.09	35.83	42.73	46.93	51.11	存货周转天数	29	23	18	16	15
存货	529.29	434.59	398.92	393.67	415.58	总资产周转天数	219	231	238	244	250
其他流动资产	10.13	15.41	15.41	15.41	15.41	投资资本周转天数	119	139	134	133	137
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	19.0%	21.5%	20.6%	23.8%	24.4%
长期股权投资	17.32	3.86	3.86	3.86	3.86	ROA	8.5%	10.8%	9.9%	11.3%	11.6%
投资性房地产	12.70	41.98	41.98	41.98	41.98	ROIC	18.2%	18.8%	27.4%	25.9%	25.7%
固定资产	555.59	477.90	502.99	523.67	539.96	费用率					
在建工程	10.33	32.78	47.78	62.78	77.78	销售费用率	3.7%	3.3%	3.3%	3.2%	3.2%
无形资产	99.82	94.52	89.52	84.52	79.52	管理费用率	3.8%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
其他非流动资产	25.89	52.44	50.00	75.00	100.00	财务费用率	0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.2%	-0.2%
资产总额	5257.31	6378.57	7336.27	8205.50	9177.11	三费/营业收入	7.7%	6.0%	6.0%	5.9%	5.8%
短期债务	364.66	60.15	80.15	30.15	50.15	偿债能力					
应付帐款	1208.94	1863.62	2171.55	2521.40	2816.77	资产负债率	52.9%	47.6%	50.1%	50.2%	50.2%
应付票据	118.42	117.60	167.24	197.77	256.54	负债权益比	112.1%	90.7%	100.2%	100.8%	100.8%
其他流动负债	19.94	21.68	21.68	21.68	21.68	流动比率	1.07	1.36	1.41	1.43	1.47
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.82	1.18	1.27	1.30	1.35
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	26.84	80.64	292.25	356.64	480.43
负债总额	2778.63	3033.80	3671.97	4118.98	4606.40	分红指标					
少数股东权益	131.09	137.62	159.98	188.64	221.47	DPS(元)	0.50	0.55	0.49	0.63	0.72
股本	772.84	839.15	839.15	839.15	839.15	分红比率					
留存收益	1569.00	1842.13	2147.93	2541.48	2992.84	股息收益率	4.6%	6.2%	5.0%	6.4%	7.3%
股东权益	2478.68	3344.77	3664.31	4086.53	4570.71	业绩和估值指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EPS(元)	0.59	0.84	0.86	1.10	1.26
净利润	445.77	689.42	722.79	926.87	1061.31	BVPS(元)	3.04	3.82	4.18	4.65	5.18
加:折旧和摊销	94.13	99.73	89.91	94.31	98.71	PE(X)	18.4	10.5	11.5	9.0	7.8
资产减值准备	339.56	235.94	233.14	131.87	127.67	PB(X)	3.6	2.3	2.4	2.1	1.9
公允价值变动损失	-6.88	1.03	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	22.44	8.89	4.58	3.90	3.23	P/S	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
投资收益	-31.54	-60.86	-41.55	-45.80	-50.07	EV/EBITDA	10.2	5.7	3.5	2.9	2.2
少数股东损益	16.49	21.05	22.35	28.67	32.82	CAGR(%)					
营运资金的变动	110.58	954.14	538.59	309.38	76.62	PEG	—	0.2	2.4	0.3	0.5
经营活动产生现金流量	933.54	1910.34	1644.83	1380.20	1290.28	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	226.27	28.18	-50.01	-119.20	-70.93	REP					
融资活动产生现金流量	-1065.36	-389.40	-397.06	-576.22	-583.17						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 04 月 24 日收盘价计算)

信息披露**● 分析师承诺**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。